ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス（3657 東証一部）

発行日：2013/3/29
調査日：2013/3/13
調査方法：企業訪問等

ゲームソフト等のデバッグとインターネット・サイト看視を手掛ける専業事業者
2014 年 1 月期も二桁増収へ。海外展開を加速し持続的成長を目指す

業種：情報・通信業

アナリスト：高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
kousaka@stock-r.org

＞ 要 約

◆ ゲームソフト等のデバッグ・ネット看視のアウトソーシングで先行

・コンピュータゲームソフト等のデバッグ作業等を受託するポールトゥウィン、インターネット・サイトへの不正侵入や投稿看視、ユーザーサポート等の業務を営むピットクルーを中心とする企業グループの統括会社。

・前期は、1）欧州拠点でローカライズ業務の受注を開始、2）米国に 2 カ所目の拠点を開設、3）米・英・印の 3 カ国に跨り事業展開する e4e Inc.のデバッグ事業部門を買収、など積極的に海外展開を進めた。

◆ 2014/1 期は営業利益横ばいの会社予想は保守的と判断

・2013/1 期決算は売上高 10,866 百万円（前年同期比 30%増）、営業利益 1,835 百万円（同 44%増）、純利益 932 百万円（同 43%増）。パチンコ・スロット用ソフト、スマートフォン用アプリ等のデバッグ業務が牽引した。

・2014/1 期会社予想は、売上高 13,028 百万円（前期比 20%増）、営業利益 1,842 百万円（同 0.4%増）。デバッグ事業の好調持続、海外事業の貢献等で二桁増収続くが、スタジオ増設、プロジェクト管理者増員、M&A に伴う暖簾発生等で経費が嵩み、営業利益は横ばいとの想定。

・証券リサーチセンターでは、会社予想の超過達成は十分可能と考える。同社は前期も第 1 四半期決算確定後に予想を大幅に増額修正した。M&A により、グローバル志向を強めるゲームプロバイダーのニーズに的確に対応できるなど、増収要因は多く、経費増を消し込めると予想する。

【主要指標】

	2013/3/22
株価（円）	1,481
発行済株式数（株）	9,473,600
時価総額（百万円）	14,036
上場日（年/月/日）	2011/10/26
上場来パフォーマンス(%)	8.6

	前期実績	今期予想
PER（倍）	13.9	12.8
PBR（倍）	2.3	2.0
配当利回り（%）	2.0	2.0

	σ	β
リスク指標	46.8%	1.11

【主要KPI（業績指標）】
該当なし

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン（%）	12.6	25.1	66.0
対TOPIX（%）	8.5	0.2	24.4

＊用語の説明は最終頁をご覧ください

＞ 投資判断

◆ 高い中期成長力を考慮すれば、直近予想 PER は割安と考える

・同社の株価評価が市場平均よりも低い要因として、労働集約的な業務内容、保守的な予想開示等が考えられる。しかし類似会社に比べても予想 PER は低位であり、業績予想の上方修正があれば、バリュエーションはより高い水準に修正されよう。

・証券リサーチセンターでは同社の中期成長力を評価し、妥当な PER を上場来の月間高値平均の水準に近い 15 倍と想定。当センターの 15/1 期予想 EPS148 円、16/1 期同 169 円から、中期的な適正株価は 2,200～2,500 円と算定した。

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130326

ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス （3657 東証一部）

＞ 収益見通し

決算期 単位:百万円	2012/1期 実績	2013/1期 実績	2014/1 期 会社予想	2014/1期 予想	2015/1期 予想	2016/1期 予想	2017/1期 予想
売上高	8,364	10,866	13,028	13,500	15,500	17,500	19,500
（前期比）	21.8%	29.9%	19.9%	24.2%	14.8%	12.9%	11.4%
営業利益	1,275	1,835	1,842	2,000	2,500	2,900	3,300
（前期比）	65.5%	43.9%	0.4%	9.0%	25.0%	16.0%	13.8%
経常利益	1,280	1,885	1,840	2,000	2,500	2,900	3,300
（前期比）	66.5%	47.2%	-2.4%	6.1%	25.0%	16.0%	13.8%
当期純利益	651	932	1,041	1,100	1,400	1,600	1,800
（前期比）	70.8%	43.0%	11.8%	18.0%	27.3%	14.3%	12.5%
期末株主資本	4,358	6,161	N.A.	6,970	8,019	9,221	10,623
発行済株式数（株）	4,256,000	9,473,600	9,473,600	9,473,600	9,473,600	9,473,600	9,473,600
EPS（円）	86.0	106.7	110.0	116.1	147.8	168.9	190.0
1株当たり配当（円）	19.0	30.0	27.0	30.0	37.0	42.0	42.0
BPS（円）	511.4	649.7	—	735.7	846.5	973.4	1,121.4
ROE	19.1%	17.7%	—	16.8%	18.7%	18.6%	18.1%
株価（円）	1,245	1,633	1,481				
PER（倍）	14.5	15.3	13.5	12.8	10.0	8.8	7.8
配当利回り	1.5%	1.8%	1.8%	2.0%	2.5%	2.8%	2.8%
PBR（倍）	2.4	2.5	—	2.0	1.7	1.5	1.3

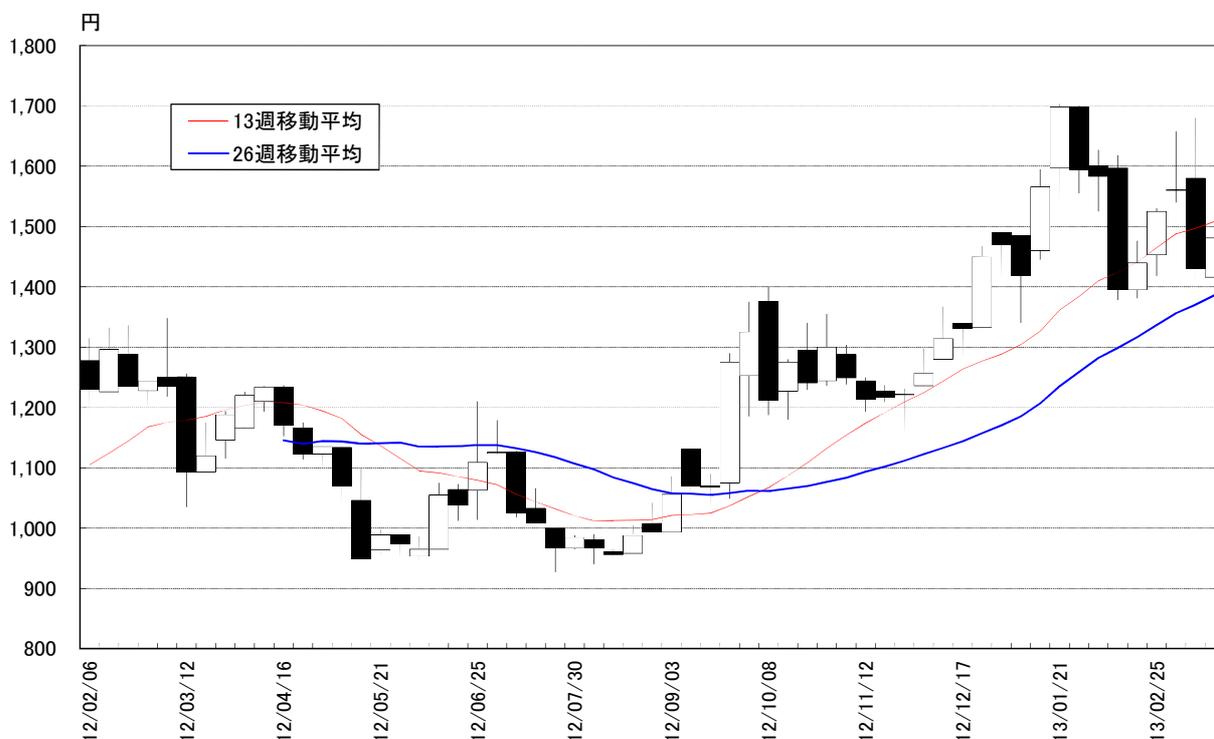
（注） 1. 予想におけるPER、配当利回り、PBRはレポート作成時の株価を用いて算出
2. 2011年7月に1→20株、13年1月に1→2株の株式分割を実施。1株当たり指標は調整済み

＞ 株価パフォーマンス

会社概要

＞ 事業内容

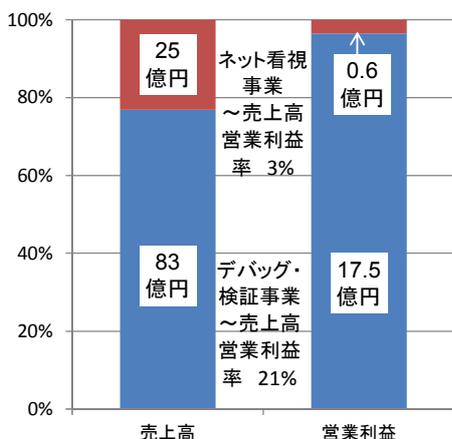
◆ ゲームソフトのデバッグ、ウェブサイトの「看視」等を受託

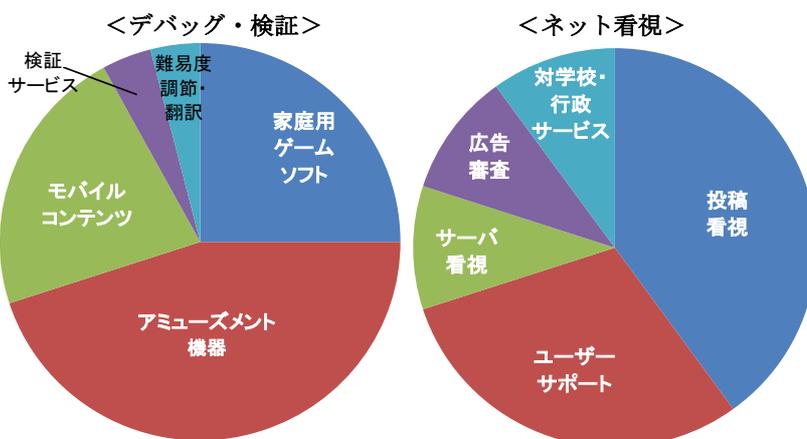
ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス株式会社（以下同社）が統括する事業会社（5 頁図表 6 参照）は、以下の 2 つの事業及び付随サービスを提供している。同社グループは何れの事業においても国内専業のパイオニアである。収益構造は図表 1 の通りで、デバッグ・検証事業が収益源、ネット監視事業は投資過程の事業と見られる。

各種ゲーム、パチンコ搭載ソフト等のバグ取り、ゲーム画面・取扱説明書の翻訳等を行う。

1）デバッグ・検証事業：ポールトゥウィンや海外子会社等は、ゲーム等のテストプレイを行い、各種ソフトウェアの不具合（バグ）を検出する業務（デバッグ）を受託。コンシューマ向けコンピュータゲーム機用ソフト（以下家庭用ゲームソフト）、ソーシャルゲーム等の携帯端末向けコンテンツ、パチンコ・スロット（アミューズメント機器）搭載ソフト等のデバッグが主体。情報家電・携帯電話やカーナビゲーションシステム等における同様の業務（検証サービス）、ゲームの難易度調整、ゲームソフトの海外販売時に必要なゲーム内テキストや取扱説明書等の現地語訳・文化的差異調整等も行っている（図表 2・左）。

ブログ等の投稿看視、B2C・EC サイトの不正利用検出や広告審査、顧客サポート等を行う。

2）ネット看視事業：ピットクルー等の事業子会社は、インターネット上の各種サイトやネット通販等の電子商取引におけるユーザーの不正利用や不適切な広告の審査、掲示板サイト等へのユーザー投稿に含まれる有害情報の検出・削除・運営企業への報告等のサービスを提供。同社では監視に見守るという趣旨を重ねて看視と称する。ゲームユーザーからの問い合わせ対応（ユーザーサポート）も受託（図表 2・右）。また報告セグメント以外に、市場調査、出版、医療関連人材紹介等の事業を中間持株ペイサー傘下の孫会社 4 社が併営している（13/1 期外部顧客向け売上高 4 百万円、営業損失 27 百万円）。

図表 1　報告セグメント別収益構成

（注）売上高は外部顧客向け売上高、
　営業利益は全社費用等考慮前
　その他は僅少のため省略した
（出所）決算短信より証券リサーチセンター作成

図表 2　各セグメントの業務別売上構成

（注）構成比は近年の概況であり決算期により変化するため数値は非開示
（出所）ヒアリングに基づき当センター作成

決算サマリー

＞ 2013/1期実績

大幅な増収・増益を達成。株式分割のうえ、東証一部への指定替え記念配当も実施。

パチンコ・スロットやソーシャルゲームのデバッグが牽引。

Eコマース関連のユーザーサポート、広告審査の引合い旺盛。

◆ 2013/1 期は前期比 3 割増収、営業利益 44%増

2013 年 1 月期の業績は、売上高 10,866 百万円（前期比 29.9%増）、営業利益 1,835 百万円（同 43.9%増）、純利益 932 百万円（同 43.0%増）。1 株当たり配当金は 30 円（東証一部への指定替えに伴う記念配 3 円を含む、配当性向は 28.1%）。13 年 1 月 9 日付けで 1→2 株の株式分割を行っており、12/年 1 月期の配当金 38 円（同 22.1%）から大幅な増配となった。

セグメント別にみると、デバッグ・検証事業の売上高は、アミューズメント機器やスマートフォン向けアプリ・ゲームのデバッグ業務の好調に支えられ、8,348 百万円・前期比 38.8%増となり、同セグメントの営業利益は 1,751 百万円・同 50.2%増となった（図表 3）。

一方ネット看視事業については、ネット通販、電子書籍等の E コマースやソーシャル関連のユーザーサポート、広告審査業務の需要が旺盛であったが、顧客の業況変化に伴う外注費削減の影響もあることから、売上高 2,512 百万円・同 7.3%増、営業利益 63 百万円・同 9.2%増と小幅な伸長にとどまった。

＞ トピックス

パチンコ・スロットはホール側の危機感に対応し、機器メーカーが新機種開発に注力。

◆ 旺盛なアミューズメント機器のデバッグ需要

前期はアミューズメント機器メーカーからの引き合いが旺盛で、家庭用ゲーム機業界からの受注伸び悩みを補った。

ソーシャルゲームをはじめとする様々な時間消費型レジャーとの競合に晒され、パチンコ・スロットのホール経営は厳しい状況にある。（図表 4 下）。ファンの流出に歯止めをかけるべく、メーカーの新台開発は活発で、近年のアミューズメント機器は、盤中央の液晶画面で家庭用ゲームに匹敵する凝った趣向の映像等を展開している。例えば、アニメキャラクターや歌手・アイドル、声優の起用、タッチセンサーの採用、携帯電話と連動した企画で SNS のような魅力を持たせる、

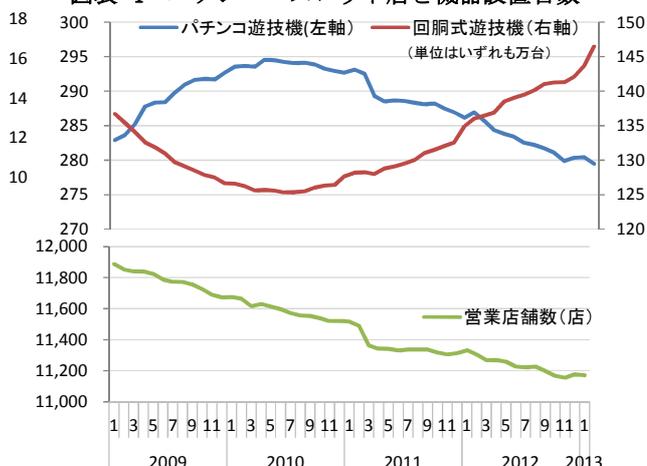
図表 3　事業セグメント別売上高と営業利益

（注）2014/1 期は会社予想

（出所）決算短信に基づき当センター作成

図表 4　パチンコ・スロット店と機器設置台数

パチンコ遊技機(左軸)　回胴式遊技機(右軸)　（単位はいずれも万台）

営業店舗数（店）

（出所）日本遊技関連事業協会広報誌掲載データに基づき当センター作成

マイスロ（マイ・スロット）の開発等が行われており、家庭用ゲームと変わらぬデバッグ需要がある。

前頁図表 4 でみたようにスロット機はこうした取り組みと規制への対応の進展でホール設置台数が順調に伸びているが、パチンコ機は設置台数が漸減している。だからこそ機器メーカーは新機種開発に積極的で、規制当局への新台型式試験申請件数は高水準にある（図表 5)。

◆ 海外事業の進展

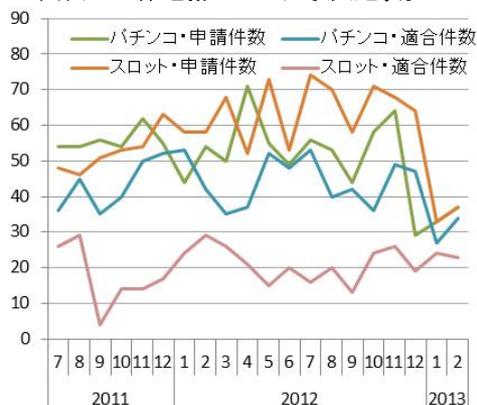
欧米ゲーム市場は日本の約 4 倍、国内ソーシャルゲームプロバイダーも海外志向強める。

同社は、「日本一からグローバル No.1 へ」という標語を掲げ、将来は国内と同等の売上高を海外で稼ぐ意向である。海外のゲーム市場（据置型・携帯型の家庭用ゲーム機及び PC を用いたゲーム）は、北米約 2 兆円、欧州約 1.3 兆円で、約 8,200 億円の日本市場を上回る（同社決算説明資料、数値は 2011 年推定)。国内の家庭用ゲームソフトメーカーは元より、急成長してきたソーシャルゲームプロバイダーも海外志向を強めており、同社はこれに対応する体制整備を進めてきた。

1） 12 年 3 月に Pole To Win America,Inc.（カリフォルニア州）が第 2 拠点をテキサス州オースティン市に開設（営業開始は 8 月)。
2） グローバルナビゲート（デバッグ、ローカライズ、ユーザーサポートの 3 業務の営業活動の一本化）を 12 年 3 月に開始。
3） 12 年 5 月に欧州拠点（ロンドン近郊）でローカライズ業務を開始。
4） 12 年 7 月に買収によりシンガポールに拠点開設。
5） 12 年 10 月に e4e Inc.の米・英・印 3 カ国にまたがる Interactive Entertainment 事業（以下 IE）を買収（投資額約 14 億円)。当該事業の 11/12 期業績は売上高 853 百万円・税前利益 116 百万円。

M&A により海外拠点を拡充。なかでも実績豊富な旧 e4e Inc. の IE 事業に期待。

旧 e4e IE 事業は、グローバルに展開する家庭用ゲーム、ソーシャルゲームやオンラインゲームの大手メーカーを顧客に抱え、デバッグ・ユーザーサポート・ローカライズ業務を 10 年以上に亘り手掛けてきた実績がある。日系企業を主な顧客としてきた同社海外拠点に当該事業が加わり、同社の海外展開が加速するものと予想される（図表 6)。

図表 5 保通協の型式試験実施状況

（出所）保安通信協会ウェブサイト、日本遊技関連事業協会広報誌記事に基づき当センター作成

図表 6 同社の事業運営子会社群

業務内容	事業会社名	所在地･備考等
デバッグ･検証	ポールトゥウィン	東京3、札幌、横浜、名古屋、京都、大阪、福岡
	ポールトゥウィンネットワークス	東京、12年7月買収
	猿楽庁	東京、難易度調整
ネット看視	ピットクルー	東京、札幌、名古屋、岐阜、大阪、北九州
	ポートサイド	東京、ネット不正利用対策システム開発
	ピットクルー･コアオプス	東京、サーバー監視、13年設立
デバッグ、ローカライズ、カスタマーサポート	Pole To Win America	米 サンフランシスコ、オースティン
	Pole To Win Europe	英 ロンドン
	旧e4e,Inc Interactive Entertainment事業	米 ハントバレー、英 グラスゴー、印 バンガロール
	Pole To Win Asia	シンガポール、12年設立
市場調査	上海申発軟件	上海、02年設立

（出所）同社決算短信、ウェブサイトに基づき当センター作成

＞ 2014/1期予想

将来の成長に向け、事業基盤拡充に経費を積極投入する意向。利益横這いと同社は計画。

◆買収した海外子会社の貢献等で通期業績も大幅増収・増益へ

2014/1 期の会社側業績予想は、売上高 13,028 百万円（前期比 19.9%増）、営業利益 1,842 百万円（同 0.4%増）、経常利益 1,840 百万円（同 2.4%減）、純利益 1,041 百万円（同 11.8%増）、年間配当金は 27 円（同、記念配 3 円の消失で減配）。二桁増収ながら営業利益は横ばいとする同社の想定は、以下の通り（4 頁図表 3 参照）。

デバック管理者増員、スタジオ増設、作業用機材購入を計画。暖簾償却費も収益圧迫。

1) 前期は受注が旺盛で、スタッフ稼働率は限界に近い状況だった。今期は将来の成長に向け、デバッグ・検証事業において、作業するスタジオの増設（4 カ所を予定）、プロジェクト管理者の通常期以上の増員（約 15 名→約 30 名）、新型家庭用ゲーム機（Wii U の普及、PlayStation 4 発売）に対応するデバッグ用機材購入等、費用増要因が多い。年 1 億円強の暖簾償却や海外新拠点の経費も加わるため、収益性の一時的な低下は不可避との想定だ。

アミューズメント機器・ソーシャルゲーム向けは鈍化、家庭用ゲーム向けは回復を見込む。

2) デバッグ・検証事業の業況について、前期好調であったアミューズメント機器、ソーシャルゲーム等の受注は伸び率が鈍化するだろうが、家庭用ゲーム機は新型ハードの登場で受注が回復するとみている。

海外拠点と国内拠点で相互にゲームのローカライズ・サポート実施。シナジー発現見込む。

3) 海外事業については、同社が取引口座を獲得できなかった大手グローバル企業を顧客としている旧 e4e IE 事業の通期寄与により、売上高が前期約 4.6 億円（うち M&A 新拠点分 2.2 億円）→今期 14 億円（同 11 億円）と見込んでいる。同社の顧客である日系企業の海外展開、新拠点の顧客の日本向けローカライズ・ユーザーサポートの相互送客により、1＋1＝2 以上の効果、シェア拡大を見込んでいる。

ソーシャルメディアの広告利用拡大、電子書籍の普及等に伴う新規需要の獲得を目指す。

4) ネット看視事業については、ソーシャルメディア、電子書籍分野等で広告審査、ユーザーサポート等の業務が伸長すると見込んでいる。

5) その他事業では、12 年 9 月に事業譲受した孫会社 IMAid（アイムエイド）による海外有能人材の医療機関等への人材紹介事業、13 年 2 月設立の孫会社 Palabra（パラブラ・スペイン語で言葉の意）による視覚・聴覚障害者向け映画のバリアフリー版（字幕・FM 送信音声ガイド付き）制作等を進める。

◆ 営業利益 9%増の当センター予想

当センターは売上高 24%増、営業利益 9%増を予想。会社予想は保守的と考える。

証券リサーチセンターでは、会社側の売上予想は概ね妥当、利益面は保守的と判断。売上高 135 億円（前期比 24%増）、営業利益 20 億円（同 9%増）経常利益 20 億円（同 6.1%増）、純利益 11 億円（同 18%増）と予想する（2 頁収益見通し、次頁図表 7 参照）。

直近の保通協型式試験申請受理件数が前年同期に比べ低下していること（前頁図表 5）、ソーシャルゲーム業界の成熟化や関連上場企業の一部で業績不振が伝えられていること、等の懸念材料はある。

ゲームの高度化、複雑化でデバッグ需要は伸長。ネット看視は収益性改善見込む。

しかし、顧客のリリースする機器／ゲームの販売動向と同社の受注とは短期的には連動せず、ゲーム内容の複雑化に伴い増加する可能性が高いデバッグ作業量（テスト項目が増えるほど収入は増加）や、新台／タイトル数が収益を左右する。前出の稼働台数増が顕著なスロット（図表 4）において、試験申請件数に対し適合件数が少ない点も、デバッグ作業の潜在ニーズが高いことを窺わせる。
ネット看視事業では、これまで新規受注業務の開始に際して、通常よりも手厚い人員配置（複数のベテラン管理者の当該作業スタジオへの配置転換等）で臨んでいる。当該業務が軌道に乗り、理想配置（管理者 1 名当たりのアルバイト・パート社員配置比率）になっていけば、収益性の向上が見込まれる。ゲーム、電子書籍リーダー等のユーザーサポート業務の増加も期待されるため、当該事業の収益は、前期よりも高い伸びを示すだろう。

＞ 中期業績見通し

今期の先行投資により、来期以降の成長性は高まろう。

◆ 海外事業拡大、ネット看視の新規顧客開拓で成長続こう

当センターでは中期業績見通しは微調整にとどめ、前回報告と同様に、会社側中期計画を上回る収益予想を維持する（図表 7）。
今期、収益性低下を覚悟の上で「規模を獲りに行く投資の実行」を進めるため、来期以降の利益成長は加速するだろう。当センターでは、国内外の拠点間の相互送客によるデバッグ・ローカライズ・ユーザーサポート業務の伸長に期待している。

図表 7　　中期収益予想モデル　　（単位：百万円）

決算期 単位:百万円	2010/1期 実績	2011/1期 実績	2012/1期 実績	2013/1期 実績	2014/1期 予想	2015/1期 予想	2016/1期 予想	2017/1期 予想
売上高	6,450	6,865	8,364	10,866	13,500	15,500	17,500	19,500
（前期比）	—	6.4%	21.8%	29.9%	24.2%	14.8%	12.9%	11.4%
うちデバッグ・検証事業	4,329	4,703	6,015	8,348	10,400	11,900	13,400	14,900
（前期比）	—	8.7%	27.9%	38.8%	24.6%	14.4%	12.6%	11.2%
うちネット看視事業	2,107	2,144	2,342	2,512	3,090	3,590	4,090	4,590
（前期比）	—	1.8%	9.2%	7.3%	23.0%	16.2%	13.9%	12.2%
その他	13	17	7	4	10	10	10	10
（前期比）	—	30.8%	-58.8%	-42.9%	150.0%	0.0%	0.0%	0.0%
営業利益	482	770	1,275	1,835	2,000	2,500	2,900	3,300
（前期比）	—	59.8%	65.5%	43.9%	9.0%	25.0%	16.0%	13.8%
（対売上高比）	7.5%	11.2%	15.2%	16.9%	14.8%	16.1%	16.6%	16.9%
うちデバッグ・検証事業	471	682	1,166	1,751	1,900	2,300	2,600	2,900
（前期比）	—	44.6%	70.9%	50.2%	8.5%	21.1%	13.0%	11.5%
（売上高営業利益率）	10.9%	14.5%	19.4%	21.0%	18.3%	19.3%	19.4%	19.5%
うちネット看視事業	38	82	58	63	100	200	300	400
（前期比）	—	116.5%	-29.6%	9.2%	58.7%	100.0%	50.0%	33.3%
（売上高営業利益率）	1.8%	3.8%	2.5%	2.5%	3.2%	5.6%	7.3%	8.7%
その他	-1	-7	-14	-27	-30	-30	-30	-30
セグメント間調整等	-26	13	65	47	30	30	30	30
営業外収支	42	-1	5	49	0	0	0	0
経常利益	524	769	1,280	1,885	2,000	2,500	2,900	3,300
（前期比）	—	46.7%	66.5%	47.2%	6.1%	25.0%	16.0%	13.8%
特別損益	-123	-11	-43	-53	0	0	0	0
法人税等	183	379	586	899	900	1,100	1,300	1,500
少数株主損益	—	-3	- 0	0	0	0	0	0
当期純利益	217	381	651	932	1,100	1,400	1,600	1,800
（前期比）	—	75.6%	70.8%	43.0%	18.0%	27.3%	14.3%	12.5%

（出所）実績は株式上場時の新株式発行並びに株式売出届出目論見書及び決算短信
予想は証券リサーチセンター作成

投資判断

＞ 株価バリュエーション

予想 PER は、市場平均はもとより同業他社に比べても低い。

◆ 類似会社と比べ予想 PER は低く、配当利回りは高い

同業他社としてデバッグ業務を手掛けるデジタルハーツ、ネット看視業務を手掛けるイー・ガーディアン、ウェブページフィルタリングソフトを手掛けるデジタルアーツを取り上げたバリュエーション比較を図表 8 に示す。

同社の今期予想 PER13.5 倍、実績 PBR2.28 倍は他社よりも低水準。予想配当利回り 1.8%は他社に比べ高い。東証一部上場全銘柄の平均値（PER21.89 倍、PBR1.27 倍）と比較しても、PER は低水準である。

＞ 今後の株価見通し

労働集約的でハイテク色薄いことが低評価の背景か。

PER15 倍と想定すると、適正株価は 2,200～2,500 円に。

◆ 中期成長力を考慮すれば、予想 PER15 倍程度が妥当と判断

2013 年 1 月期決算発表後の同社の株価は、実績が好決算だったものの、前期比営業利益横ばいの会社予想がサプライズと受け止められ、大きく値を下げたあと、やや落ち着きを取り戻した。

同社は前期も期初予想は控えめに発表し、第 1 四半期で業況を確認した後、大幅な増額修正を行った。大きなマクロ環境変化がない限り、今期も同じパターンが繰り返されるものと当センターは予想する。

グローバルな事業基盤を築いた同社の潜在成長力を考慮すると株価は低評価と思われるが、労働集約的な業務でハイテクイメージに欠けることが、その背景にあると推察される。また、業績予想が保守的なことも一因と考えられる。

同社の上場来の PER（決算開示までの期間の株価を当該期実績 EPS で除した商）は、月間高値平均 13.3 倍（最高は 16.1 倍）、安値平均 10.9 倍（最低 8.7 倍）。政権交代後の市場の勢いを考慮し、適正評価は PER 約 15 倍と想定し、当センターの予想 EPS15/1 期 148 円、16/1 期 169 円から、中期的に株価は 2,200～2,500 円に達すると算定した。

図表 8　　類似会社との業績・株価バリュエーション比較

銘　柄		同 社	デジタルハーツ	イー・ガーディアン	デジタルアーツ
証券コード		東証一部　3657	東証一部　3620	マザーズ　6050	東証一部　2326
決算月		9月	3月	9月	3月
売上高	百万円	13,028	6,922	2,515	2,960
（前期比増減率）		19.9%	28.5%	12.6%	9.3%
営業利益	百万円	1,842	1,088	165	720
（前期比増減率）		0.4%	30.5%	97.3%	22.7%
（営業利益率）	%	14.1	15.7	6.6	24.3
当期純利益	百万円	1,041	596	116	434
（前期比増減率）		11.7%	35.4%	125.3%	40.2%
純資産	百万円	6,154	2,266	901	3,212
ROE	%	17.7	21.6	5.7	10.4
予想PER	倍	13.5	18.9	37.0	25.6
実績PBR	倍	2.28	5.03	4.76	3.57
予想配当利回り	%	1.82	0.31	—	0.74
過去3年成長率	%	19.0	16.8	37.5	13.5
〃　営業利益	%	56.1	9.1	-12.3	-2.3
株価 (3月22日)	円	1,481	972	2,650	80,700
時価総額	百万円	14,036	11,276	4,502	11,405

(注1) 予想収益は会社公表値。イー・ガーディアンの今期配当金は未定
(注2) 過去3年成長率は前期実績の平均成長率。イー・ガーディアンは12/9期、デジタルハーツは12/3期より連結移行だが非連結数値と比較した
(注3) 純資産、ROE、PBRは直前期実績、PERと配当利回りは会社予想を基にレポート作成時の株価で算出
(出所) 各社決算短信等に基づき当センター作成

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人　証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本（＝隠れた強み）を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ PER（Price Earnings Ratio）

株価を１株当たり当期純利益で除したもので、株価が１株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR（Price Book Value）

株価を１株当たり純資産で除したもので、株価が１株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

１株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ（標準偏差）

リターンのばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β（ベータ）値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばＴＯＰＩＸ)の価格変動に比べ大きいか小さいかを示す指標です。ベータ値（β値）が１であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、１より大きければ市場指数より値動きが大きく、１より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会（Opportunity)、脅威（Threat）の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI（Key Performance Indicator）

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標（ものさし）のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、（株）ICMG の知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します